

## La position extérieure de la France à fin 2004

*En 2004, la position extérieure de la France s'est légèrement réduite. En valeur de marché, la position créditrice diminue de 8,9 milliards d'euros, pour s'établir à 110,8 milliards, contre 119,7 milliards à fin 2003. En valeur comptable, la position débitrice, qui était de – 49 milliards d'euros en 2003, est de – 56,4 milliards fin 2004.*

*Cette évolution reflète pour l'essentiel l'impact des modifications des prix des actifs financiers, la variation des cours des devises ayant eu peu d'influence sur la position nette globale, en raison d'une compensation de l'effet change sur les différentes natures d'investissements. En effet, la baisse du dollar et de certaines autres monnaies a contribué à la dégradation de la position nette des investissements directs, dont la moitié des créances est libellée en devises et, plus faiblement, à celle des investissements de portefeuille. Par contre, elle a sensiblement amélioré la position nette des « Autres investissements », position proche de l'équilibre en euro et débitrice en devises.*

*Au sein des investissements directs réalisés dans les sociétés résidentes, la part des prêts entre affiliés continue d'augmenter au détriment de celle des capitaux propres. En revanche, la structure des investissements directs français à l'étranger est stable. Les investissements de portefeuille connaissent des évolutions contrastées : les résidents ont réalisé d'importantes acquisitions sur les marchés internationaux, tandis que les portefeuilles des non-résidents en valeurs françaises ont augmenté à un rythme très inférieur à celui observé en 2003.*

Nadine GUILLAUME  
Audrey BOYER

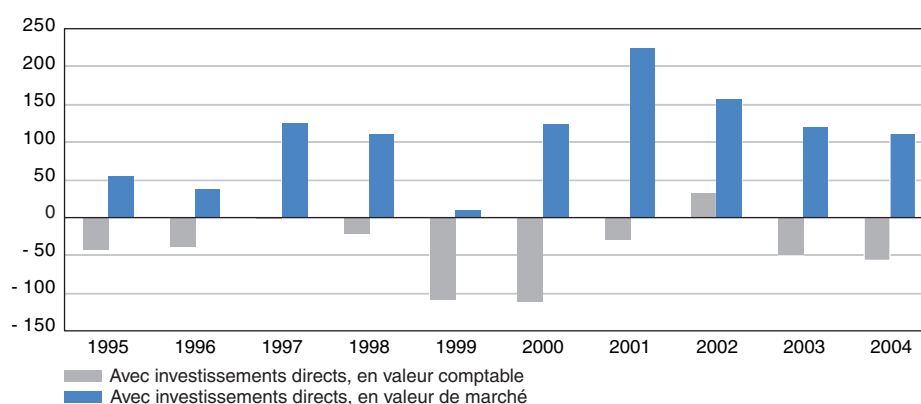
*Direction de la Balance des paiements  
Service des Mouvements de capitaux extérieurs*

## 1. Évolution des cours de bourse et réduction du solde de la position extérieure

À fin 2004, la position extérieure s'établit à – 56,4 milliards d'euros, après – 49 milliards à fin 2003, avec une valorisation des investissements directs en valeur comptable, et à + 110,8 milliards, après + 119,7 milliards, s'ils sont valorisés au prix de marché. L'écart entre ces deux évaluations tient au mode de valorisation des capitaux propres et des investissements immobiliers dans les stocks d'investissements directs.

### Évolution de la position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



Les flux financiers ont peu contribué à l'évolution de la position en 2004. En effet, les flux entrants des « Autres investissements » compensent presque totalement les flux sortants des investissements directs et de portefeuille. La diminution de la position extérieure en valeur de marché (– 8,9 milliards d'euros) est essentiellement due aux modifications des prix des actifs financiers (– 10,7 milliards) et aux effets liés aux variations de cours de change (– 2,6 milliards) partiellement compensés par des autres ajustements (+ 6 milliards) <sup>1</sup>.

L'impact de l'appréciation de l'euro sur les investissements directs (– 7,8 milliards d'euros) et de portefeuille (– 1,7 milliard) a été compensé par celui relevant des autres investissements (+ 9,1 milliards), dont la part en devises des engagements nets est largement prédominante.

L'effet sur le solde de la position extérieure de l'évolution de la valeur des indices boursiers provient essentiellement des investissements de portefeuille.

<sup>1</sup> La décomposition des effets de change et de bourse ne prend pas en compte l'éventuelle interaction entre le mouvement du taux de change et le mouvement du cours relatif des bourses.

Tableau 1  
Position extérieure de la France

	(en milliards d'euros)				
	2000	2001	2002	2003	2004
Investissements directs					
En valeur comptable	199,2	242,3	191,8	158,3	169,4
En valeur de marché	436,0	496,2	316,1	327,1	336,6
Investissements de portefeuille	- 306,8	- 291,5	- 165,9	- 187,7	- 159,3
Produits financiers dérivés	- 3,5	5,7	- 4,0	- 9,2	- 7,9
Autres investissements	- 69,1	- 52,5	- 48,7	- 66,5	- 115,3
Avoirs de réserve	68,3	66,7	58,8	56,0	56,8
<b>Solde de la position extérieure</b>					
Avec les investissements directs, en valeur comptable	- 112,0	- 29,3	32,1	- 49,0	- 56,4
Soit, en pourcentage du PIB	- 7,9	- 2,0	2,1	- 3,1	- 3,5
Avec les investissements directs, en valeur de marché	124,9	224,6	156,4	119,7	110,8
Soit, en pourcentage du PIB	8,8	15,2	10,2	7,7	6,8

Tableau 2  
Évolution de la position extérieure de la France en 2004  
Estimation des investissements directs en valeur de marché

	(en milliards d'euros)				
	Stocks à fin 2003	Transactions (a)	Variations dues aux cours de change (a)	Variations dues aux cours de bourse y compris les autres ajustements (a)	Stocks à fin 2004
Investissements directs	327,1	18,9	- 7,8	- 1,5	336,6
Français à l'étranger	950,5	38,5	- 8,9	41,3	1 021,2
Étrangers en France	- 623,4	- 19,6	1,1	- 42,8	- 684,6
Investissements de portefeuille	- 187,7	45,1	- 1,7	- 15,0	- 159,3
Titres étrangers	1 082,3	140,9	- 6,9	33,4	1 249,7
Titres français	- 1 270,0	- 95,8	5,2	- 48,4	- 1 409,0
Produits financiers dérivés	- 9,2	- 5,1	0,5	5,8 (b)	- 7,9
Autres investissements (hors avoirs de réserve)	- 66,5	- 64,0	9,1	6,0 (c)	- 115,3
Avoirs de réserve	56,0	3,5	- 2,7	ns	56,8
<b>Solde</b>	<b>119,7</b>	<b>- 1,6</b>	<b>- 2,6</b>	<b>- 4,6</b>	<b>110,8</b>

NB : En raison des écarts d'arrondis, un agrégat peut ne pas être exactement égal au total des composantes  
ns : non significatif

(a) En signe de position :

- sans signe : augmentation des créances ou diminution des engagements
- avec signe (-) : diminution des créances ou augmentation des engagements

(b) Pour les PFD les variations d'encours (hors transactions) ont été imputées forfaitairement sur celles dues aux cours de bourse

(c) Montant correspondant à des autres ajustements, imputables exclusivement aux crédits commerciaux

## 2. Progression de la position nette en investissements directs

### 2.1. Hausse de la valeur des stocks

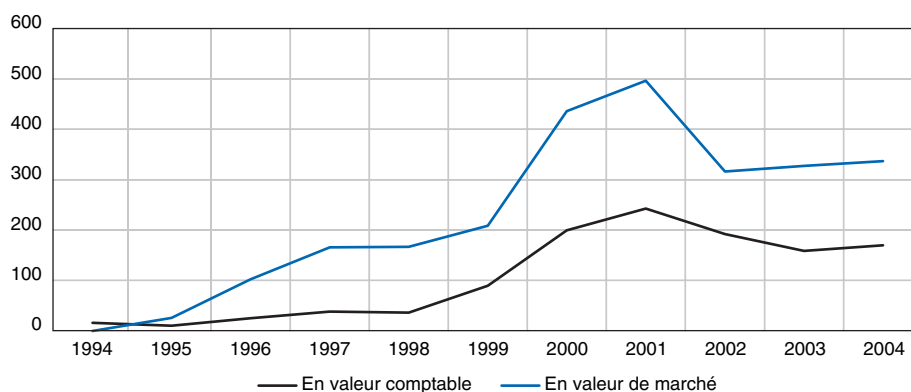
Globalement, la position nette des investissements directs en valeur comptable croît de 11,1 milliards d'euros (7 %), pour s'élever à 169,4 milliards à fin 2004.

Le stock d'investissements directs français à l'étranger en valeur comptable progresse de 5,2 %, après 2 % en 2003, pour s'élever à 599,7 milliards d'euros. Cette progression plus marquée s'explique principalement par une dépréciation moins importante des créances en devises étrangères qui représentent un peu moins de la moitié du stock <sup>2</sup>.

En revanche, les investissements directs étrangers en France sont essentiellement libellés en euros. Les effets de valorisation monétaire sont donc faibles. Au total, l'encours à fin 2004 augmente de 4,5% pour atteindre 430,3 milliards d'euros (cf. tableau 3). L'accroissement est plus faible qu'en 2003 (12 %), en raison d'une diminution de près de la moitié des flux d'investissements directs étrangers en France.

#### Position nette des investissements directs

(milliards d'euros)



La position nette des investissements directs en valeur de marché connaît également une hausse de 9,5 milliards d'euros, pour s'établir à 336,6 milliards. Les stocks d'investissements directs français à l'étranger progressent de 70,7 milliards d'euros pour s'élever à 1 021,2 milliards et les investissements directs étrangers en France en valeur de marché augmentent également (61,2 milliards) pour atteindre 684,6 milliards à fin 2004 (cf. tableau 2).

<sup>2</sup> Le cours du dollar est passé de 1,05 dollar par euro fin 2002 à 1,26 fin 2003 et 1,36 fin 2004.

Tableau 3  
**Stocks des investissements directs**  
 En valeur comptable

	(en milliards d'euros)			
	2003	Transactions	Autres variations	2004
<b>Investissements directs français à l'étranger</b>	<b>570,2</b>	<b>38,5</b>	<b>- 9,0</b>	<b>599,7</b>
Capitaux propres	367,4	25,3	- 6,7	386,0
Autres opérations	193,5	11,8	- 2,3	203,0
Investissements immobiliers	9,4	1,3	0,0	10,7
<b>Investissements directs étrangers en France</b>	<b>- 411,9</b>	<b>- 19,6</b>	<b>1,2</b>	<b>- 430,3</b>
Capitaux propres	- 216,6	0,6	0,0	- 216,1
Autres opérations	- 150,3	- 14,0	1,1	- 163,2
Investissements immobiliers	- 44,8	- 6,2	0,0	- 51,0
<b>Position des investissements directs</b>	<b>158,3</b>	<b>18,9</b>	<b>- 7,8</b>	<b>169,4</b>

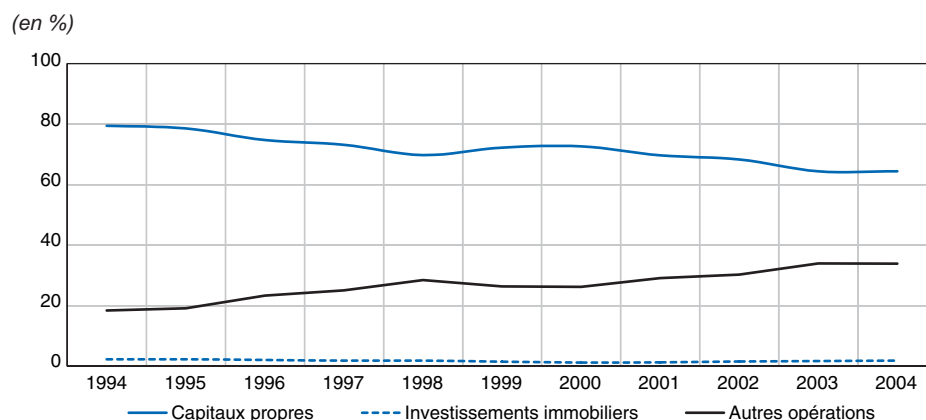
## 2.2. Part croissante des prêts des non-résidents vers les résidents

Les prêts entre affiliés connaissent une hausse plus marquée pour les prêts octroyés aux résidents. En effet, les prêts français à l'étranger augmentent de 4,7 %, tandis que les prêts des étrangers en France progressent de 8,5 %. La part des prêts des résidents dans la structure des investissements directs français à l'étranger est stable à 33,8 %, alors que la part des prêts accordés par les non-résidents à leur filiale progresse pour atteindre 37,9 %.

Cette évolution indique que les opérations d'investissements directs en France passent, de plus en plus, par la mise en place de financements sous forme de prêts effectués par des maisons-mères étrangères auprès de leurs filiales françaises, afin que celles-ci réalisent elles-mêmes des investissements réels ou financiers sur place.

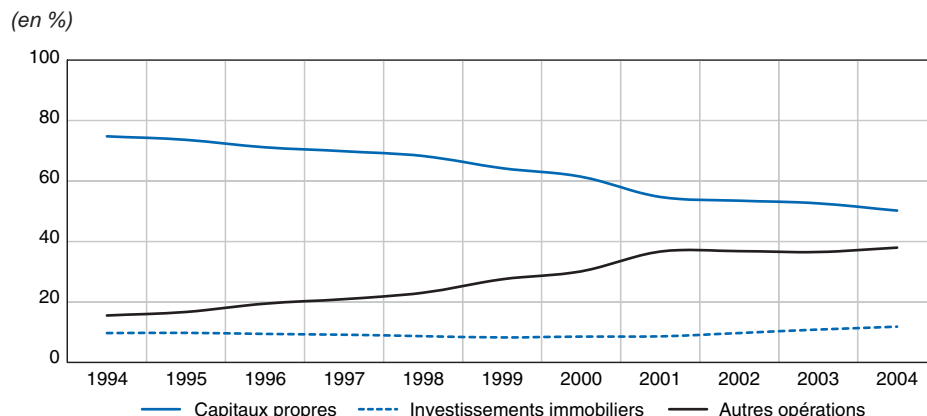
### Structure des investissements directs français à l'étranger

En valeur comptable



### Structure des investissements directs étrangers en France

En valeur comptable



La part des capitaux propres dans les stocks d'investissements directs évolue symétriquement.

Au sein des investissements directs français à l'étranger, les montants des capitaux propres et des prêts entre affiliés progressent au même rythme (5 %). La structure reste, de ce fait, inchangée en 2004.

À l'inverse, dans les investissements directs étrangers en France, le montant des capitaux propres demeure stable alors que les autres opérations et les investissements immobiliers augmentent. En conséquence, la part des capitaux propres diminue pour ne plus représenter que la moitié du total des stocks.

### 2.3. Augmentation continue des stocks d'investissements immobiliers en France

Le total des investissements immobiliers (en valeur comptable) effectués par les étrangers en France continue de progresser mais dans une moindre mesure par rapport à l'année précédente (13,8 %, contre 25,4 % en 2003). La part des investissements immobiliers dans les investissements directs étrangers en France s'élève désormais à environ 12 %. Le stock d'investissements immobiliers français à l'étranger augmente également de 13,8 % sur l'année, mais sa part dans les stocks d'investissements directs reste relativement modeste (1,8 % du total).

### 3. Progression plus forte des portefeuilles de titres étrangers que de ceux de titres français

La position débitrice de la France vis-à-vis de l'étranger en investissements de portefeuille s'est contractée pour s'établir à 159,3 milliards d'euros, en 2004, après 187,7 en 2003 (cf. tableau 4). Le portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents progresse en effet davantage (167,4 milliards d'euros) que celui des titres français détenus par les non-résidents (139 milliards).

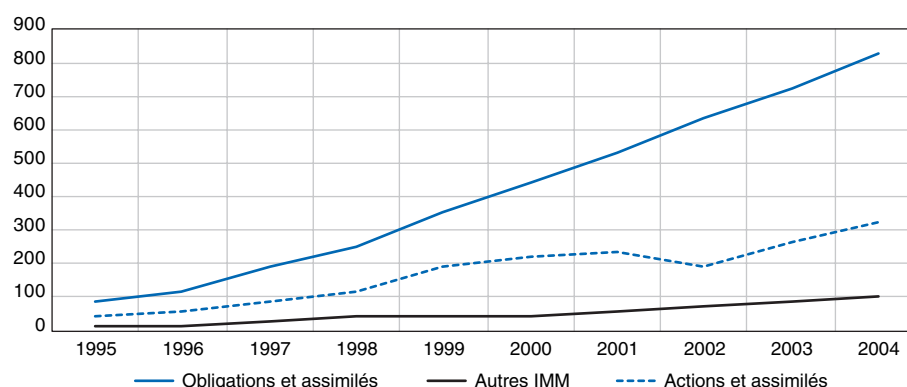
Cette amélioration de la position-titres provient d'importantes sorties nettes d'investissements de portefeuille (45,1 milliards d'euros, soit 140,9 milliards de flux de capitaux sortants sur les titres étrangers et 95,8 milliards de flux entrants sur les titres français) qui ont été partiellement compensées par les effets de valorisation liés à la hausse des marchés boursiers internationaux (– 15 milliards, c'est-à-dire un effet d'accroissement du montant absolu de la position débitrice). En revanche, la variation des cours de change a eu un impact négligeable (– 1,7 milliard d'euros).

La hausse des indices boursiers (libellés dans la monnaie d'émission des actions) utilisés dans le calcul de la position à la fin de l'année 2004 a en effet été plus marquée sur les valeurs françaises (détenues par les non-résidents) que sur les titres étrangers (détenus par les résidents) et aboutit, de ce fait, à un accroissement de la position débitrice des investissements de portefeuille <sup>3</sup>.

#### Titres étrangers détenus par les résidents

Ventilation par natures d'instruments

(en milliards d'euros)

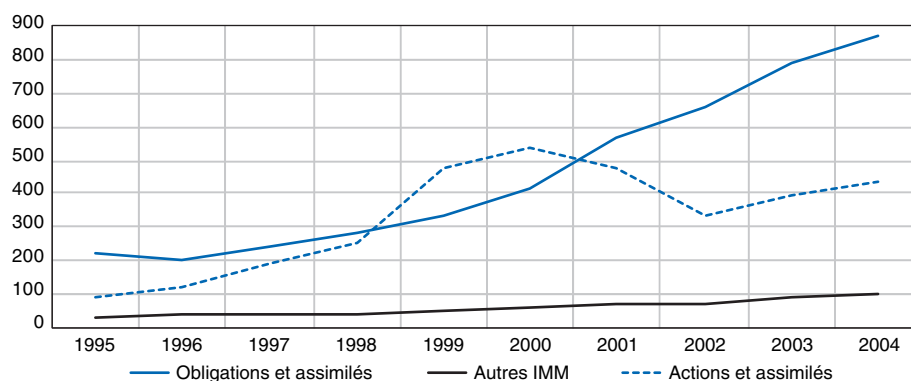


<sup>3</sup> En effet, AEX et DAX sont les indices dont les poids sont les plus forts au sein des titres étrangers et n'ont progressé que de 3,1 % et 7,3 %, alors que l'indice français SBF 250 a progressé de 9,2 %

### Titres français détenus par les non-résidents

Ventilation par natures d'instruments

(en milliards d'euros)



### 3.1. Augmentation régulière des investissements en titres étrangers

Confirmant la tendance à l'internationalisation des portefeuilles observée depuis plusieurs années, les stocks de valeurs étrangères détenues par les résidents ont continué de croître, pour s'élever à 1 249,7 milliards à fin 2004 (+ 15,5 %) <sup>4</sup>.

Les obligations et assimilés ont progressé de plus de 100 milliards d'euros pour atteindre 826,9 milliards (+ 14,8 %). Elles demeurent la catégorie d'instruments la plus largement détenue par les résidents.

Le stock d'actions, hors titres d'OPVCM, a augmenté de 48,9 milliards d'euros (+ 23 %) en raison d'achats par les résidents (34,7 milliards) et des effets cumulés du change et des cours de bourse (14,1 milliards).

Au total, la structure du portefeuille des résidents en valeurs étrangères reste stable : 66 % en obligations et assimilés, 26 % en actions et parts d'OPCVM et 8 % en instruments du marché monétaire.

La part des titres libellés en euro par rapport à l'ensemble des valeurs étrangères détenues par les résidents est supérieure à 80 %. Pour les actions (hors OPCVM), 55 % des actifs étrangers détenus par les résidents sont émis dans la zone euro. Les effets de valorisation liés au taux de change sont donc limités (– 6,9 milliards d'euros) et ont été largement compensés par la hausse des prix des actifs sur les places boursières internationales (+ 33,4 milliards).

<sup>4</sup> Cf. l'article sur « La balance des paiements en 2004 » publié dans ce même numéro du *Bulletin* et, pour plus de détails, se reporter au *Rapport annuel 2004 de la balance des paiements* qui sera diffusé au début du mois de juillet.



Tableau 4  
**Stocks des investissements de portefeuille**  
 Ventilation par natures d'instruments

	(en milliards d'euros)			
	2003	Transactions	Autres variations	2004
<b>Résidents sur titres étrangers</b>	<b>1 082,3</b>	<b>140,9</b>	<b>26,5</b>	<b>1 249,7</b>
Actions et titres d'OPCVM	267,4	41,2	16,3	324,9
<i>Actions</i>	212,8	34,7	14,1	261,7
<i>Titres d'OPCVM</i>	54,6	6,5	2,2	63,2
Titres de dette à plus d'un an	720,3	96,4	10,2	826,9
<i>Obligations</i>	473,7	62,6	6,7	543,0
<i>Autres (EMTN...)</i>	246,6	33,8	3,5	283,8
Titres de dette à moins d'un an	94,7	3,3	0	98,0
<i>Bons du Trésor à moins d'un an</i>	14,1	0,2	0	14,3
<i>Autres instruments du marché monétaire</i>	80,6	3,1	0	83,7
<b>Non-résidents sur titres français</b>	<b>- 1 270,0</b>	<b>- 95,8</b>	<b>- 43,2</b>	<b>- 1 409,0</b>
Actions et titres d'OPCVM	- 391,0	- 9,5	- 34,0	- 434,6
<i>Actions</i>	- 351,3	0,7	- 32,3	- 382,9
<i>Titres d'OPCVM</i>	- 39,7	- 10,2	- 1,7	- 51,6
Titres de dette à plus d'un an	- 792,1	- 67,6	- 9,2	- 868,9
<i>OAT</i>	- 220,0	- 24,9	- 7,4	- 252,3
<i>BTAN</i>	- 118,0	- 10,6	- 0,1	- 128,7
<i>Autres (BMTN, EMTN...)</i>	- 454,1	- 32,1	- 1,7	- 487,9
Titres de dette à moins d'un an	- 86,9	- 18,7	0	- 105,6
<i>Bons du Trésor</i>	- 61,6	- 2,9	0	- 64,5
<i>Autres instruments du marché monétaire</i>	- 25,3	- 15,8	0	- 41,1
<b>Position-titres</b>	<b>- 187,7</b>	<b>+ 45,1</b>	<b>- 16,7</b>	<b>- 159,3</b>

### 3.2. Moindre progression des titres français détenus par des non-résidents

Le portefeuille des non-résidents en titres français s'accroît de 10,9 %, pour s'établir à 1 409 milliards d'euros, après + 20,5 % en 2003.

Cette hausse provient des flux d'achats, pour près de 100 milliards d'euros, et de l'augmentation des cours des valeurs françaises, pour 48,4 milliards. L'impact de l'appréciation de l'euro face aux principales devises, qui porte principalement sur les obligations émises à l'international, a été faible (- 5,2 milliards d'euros). En effet, seulement 10 % du portefeuille de titres détenus par les non-résidents est libellé en devises.

Le stock de titres de dette à plus d'un an détenus par les non-résidents a augmenté de 76,8 milliards d'euros, pour atteindre 868,9 milliards à fin 2004, en raison d'achats de 67,6 milliards. Les stocks détenus par les non-résidents ont progressé de, respectivement, 32,3 milliards d'euros sur les OAT (obligations assimilables du Trésor), 10,7 milliards sur les BTAN (bons du Trésor à intérêts annuels) et 33,8 milliards sur les obligations et assimilés émises par les institutions financières et monétaires (notamment sous forme d'EMTN – *euro medium term notes*) et, dans une moindre mesure, par les administrations publiques – hors État – (cf. tableau 4).

Globalement, les non-résidents ont augmenté leur poids sur les titres d'État et détiennent désormais 49,1 % de la dette publique négociable (+ 2 points en 2004). Le taux de détention varie assez fortement selon le type d'instrument : il atteint 68,2 % pour les BTAN, 66,4 % pour les BTF et 41 % pour les OAT. Le stock

d'instruments du marché monétaire détenus par les non-résidents a fortement progressé, pour s'élever à 105,6 milliards d'euros.

En 2004, le stock d'actions (hors titres d'OPCVM) détenues par les non-résidents a augmenté de 31,6 milliards d'euros en raison de la hausse des cours. En effet, les non-résidents, ont effectué des ventes nettes d'actions françaises pour 0,7 milliard d'euros.

Les avoirs des non-résidents sur les titres français sont concentrés sur les obligations et assimilés, leur part reste stable (62 %) ainsi que celles des actions (31 %) et des instruments du marché monétaire (7 %) (cf. tableau 4).

#### 4. Fort accroissement de la position débitrice des « Autres investissements » (dépôts – crédits)

Le solde débiteur de la position des « Autres investissements » s'est nettement creusé, de – 66,5 milliards d'euros, en 2003 à – 115,3 milliards en 2004.

Cette évolution résulte essentiellement de l'accroissement des engagements nets des institutions financières monétaires (IFM) qui sont passés de – 132,1 milliards d'euros en 2003 à – 163,8 milliards à fin 2004 et de la baisse des créances de la Banque de France (cf. tableau 5). L'accroissement des engagements des IFM est lié à l'augmentation des avoirs en titres extérieurs des résidents, les IFM participant pour l'essentiel à cette augmentation.

Globalement, la position nette des « Autres secteurs »<sup>5</sup> sur cette ligne des « Autres investissements » a enregistré des mouvements sensiblement plus modérés (+ 3,2 milliards d'euros), pour atteindre 20,2 milliards. Cette évolution provient, essentiellement, des opérations de refinancement à l'étranger des entreprises industrielles et commerciales françaises et des entreprises d'investissement.

Tableau 5  
Stocks des « Autres investissements »  
Ventilation par secteurs

	2003	Transactions	(en milliards d'euros) Autres variations	2004
<b>Créances</b>	<b>706,7</b>	<b>89,7</b>	<b>- 14,6</b>	<b>781,8</b>
Autorités monétaires	34,6	- 9,0	- 0,1	25,5
Administrations publiques	29,9	- 1,2	- 0,7	28,0
Institutions financières monétaires	492,0	94,6	- 9,3	577,3
Autres secteurs (a)	150,1	5,4	- 4,5	151,1
<b>Engagements</b>	<b>- 773,2</b>	<b>- 153,7</b>	<b>29,8</b>	<b>- 897,2</b>
Autorités monétaires	- 3,5	- 1,4	0,3	- 4,5
Administrations publiques	- 18,8	- 2,0	0	- 20,7
Institutions financières monétaires	- 624,2	- 135,2	18,4	- 741,0
Autres secteurs (a)	- 126,8	- 15,1	11,1	- 130,9
<b>Position des « Autres investissements »</b>	<b>- 66,5</b>	<b>- 64,0</b>	<b>15,1</b>	<b>- 115,3</b>

(a) Crédits commerciaux inclus

<sup>5</sup> C'est-à-dire des entreprises industrielles et commerciales, des assurances, des entreprises d'investissement, des OPCVM non monétaires et des ménages.